常熟银行（601128）

公司研究/动态报告

不良率创新低，拨备开始回哺利润

—详细解读常熟银行 2020 年三季报

动态研究报告/银行　　2020 年 10 月 28 日

报告摘要：

- **利润增速小幅上升**

10 月 27 日公司发布 2020 年三季报。前三季度公司归母净利润同比增长 1.76%，增速较上半年小幅增加 38bp。营业收入同比增长 4.17%，增速较上半年下降 5.29pct。拨备计提的影响减少以及所得税贡献增强，共同带动了第三季度利润增速上升。

- **不良率创新低，拨备覆盖率接近500%**

第三季度最大的亮点在于资产质量。季末不良贷款率环比下降 1bp 到 0.95%，刷新了上市以来的新低，反映疫情的负面影响基本被消化。而且关注类贷款率环比回落 1bp 到 1.33%，说明在严格确认不良贷款的基础上，隐含信用风险程度在下降。拨备覆盖率创新高，季末环比大幅增加 25pct 到 490%，距离 500%的台阶一步之遥。拨贷比高达 4.65%，风险抵御能力充裕。公司在第二季度加强核销处置以后，第三季度资产质量就已经实现轻装上阵。现在高额的拨备将为未来业绩的长期释放打下坚实的基础。

- **净息差阶段性下降，未来提升可期**

营收增速较上半年下降的主要原因是净息差边际收窄。根据我们测算，第三季度单季净息差为 3.24%，环比下降 23bp。其中生息资产收益率下降 14bp，计息负债成本率上升 10bp。但是展望未来，随着货币政策回归常态化，常熟银行短久期的贷款结构将受益于明年上半年的贷款定价和需求的提升。

- **资本充裕为业务发展留足后劲**

公司在零售小微业务的转型道路上继续保持较快的步伐。季末个人贷款同比增速上升到 33.11%，连续三个季度站在 30%以上。通过灵活调整结构，公司保持着较为充裕的资本水平。季末核心一级资本率高达 11.38%，为未来杠杆提升留足空间。

- **看好长期利润释放趋势，维持“推荐”评级**

公司基本面优秀，风险抵御能力突出。阶段性偏低的利润增速并不影响长期的利润释放趋势。明年上半年随着货币和财政政策逐步恢复常态化，公司的业绩提升将更为显著。因为今年跟随行业集体计提拨备消化不良贷款，所以我们调低利润增速预测。我们预计 2020-2022 年的归母净利润增速为 1.59%、9.71%、16.16%。2020、2021 年 BVPS 分别为 6.58 元和 7.04 元，对应 PB 为 1.24 和 1.16 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

资产质量波动；利率中枢下降；经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,445	6,720	7,845	8,989
增长率（%）	10.67%	4.26%	16.75%	14.58%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,785	1,814	1,990	2,311
增长率（%）	20.14%	1.59%	9.71%	16.16%
每股收益（元）	0.65	0.66	0.73	0.84
PE（现价）	12.48	12.29	11.20	9.64
PB	1.32	1.24	1.16	1.07

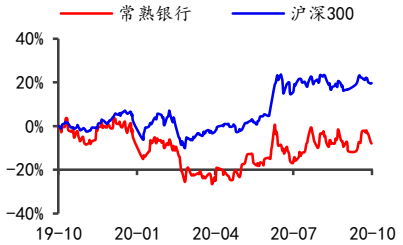
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 8.13 元

交易数据	2020-10-27
近 12 个月最高/最低	9.16/6.48
总股本（百万股）	2,741
流通股本（百万股）	2,604
流通股比例（%）	95.02
总市值（亿元）	223
流通市值（亿元）	212

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 常熟银行(601128)：拨备覆盖率创新高，利润释放潜力可期

2. 常熟银行(601128)：利润双位数增长，资产质量稳定

目录

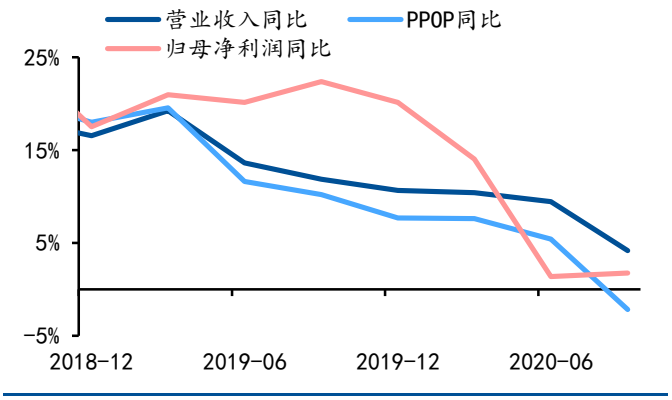
一、不良率创新低，拨备开始回哺利润 3
1、利润增速小幅上升 3
2、不良率创新低，拨备覆盖率接近 500% 4
3、净息差阶段性下降，未来提升可期 4
4、资本充裕为业务发展留足后劲 5
二、看好长期利润释放趋势，维持“推荐”评级 7
三、风险提示 7
插图目录 9
表格目录 9

一、不良率创新低，拨备开始回哺利润

1、利润增速小幅上升

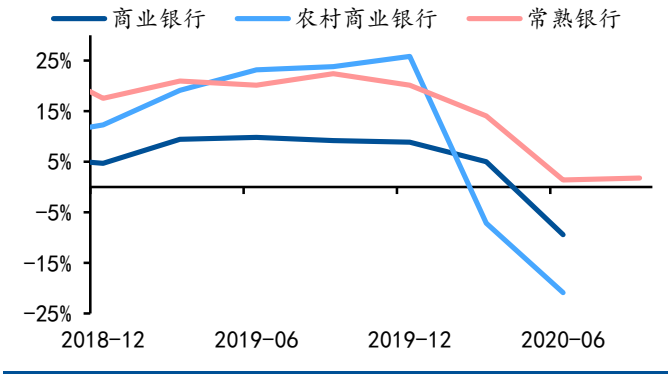
10 月 27 日公司发布 2020 年三季报：前三季度公司归母净利润同比增长 1.76%，增速较上半年小幅增加 38bp。营业收入同比增长 4.17%，增速较上半年下降 5.29pct。拨备计提的影响减少以及所得税贡献增强，共同带动了第三季度利润增速上升。

图 1：常熟银行营收、PPOP 及业绩同比增速



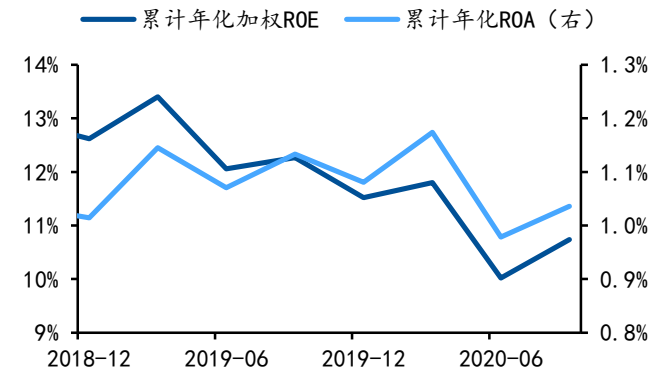
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：常熟银行业绩累计同比增速与行业平均水平



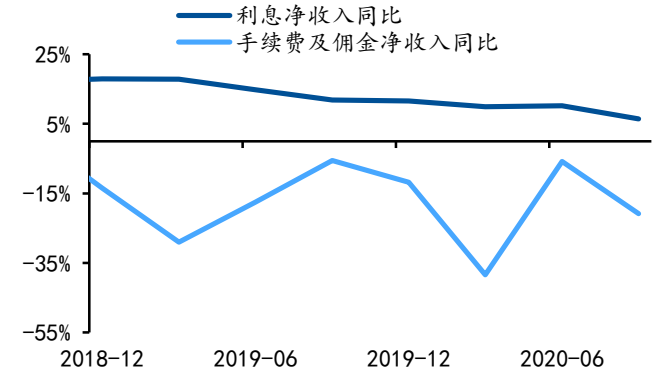
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：常熟银行累计年化加权 ROE 和 ROA



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：常熟银行利息净收入和中收同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：常熟银行归母净利润同比增长的归因分析

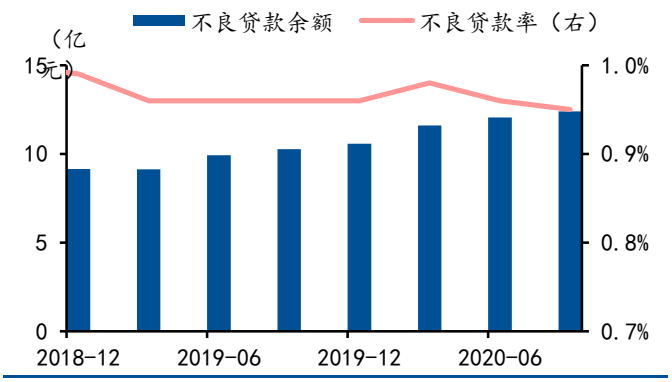
增速归因	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-3-31	2020-06-30	2020-09-30	Q3 末较 Q2 末变化 pct
生息资产规模	8.80%	7.95%	7.81%	10.73%	11.13%	11.26%	0.13
净息差	5.95%	3.89%	3.78%	-0.76%	-0.98%	-4.85%	-3.87
非息收入	-1.13%	0.02%	-0.92%	0.44%	-0.69%	-2.25%	-1.55
成本费用	-2.00%	-1.65%	-2.97%	-2.77%	-4.06%	-6.33%	-2.27
拨备	1.27%	6.58%	7.32%	3.59%	-3.40%	-0.13%	3.26
营业外净收入	0.12%	-0.02%	-0.03%	-0.71%	0.14%	0.03%	-0.11
所得税	5.64%	4.75%	4.88%	4.65%	0.98%	5.00%	4.01
少数股东损益	1.50%	0.87%	0.27%	-1.11%	-1.74%	-0.97%	0.78
净利润增长	20.16%	22.39%	20.14%	14.05%	1.38%	1.76%	0.38

资料来源：WIND，民生证券研究院

2、不良率创新低，拨备覆盖率接近 500%

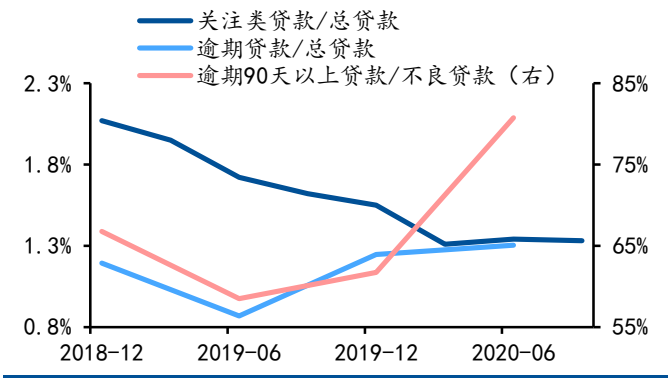
第三季度最大的亮点在于资产质量。季末不良贷款率环比下降 1bp 到 0.95%，刷新了上市以来的新低，反映疫情的负面影响基本被消化。而且关注类贷款率环比回落 1bp 到 1.33%，说明在严格确认不良贷款的基础上，隐含信用风险程度在下降。拨备覆盖率创新高，季末环比大幅增加 25pct 到 490%，距离 500%的台阶一步之遥。拨贷比高达 4.65%，风险抵御能力充裕。公司在第二季度加强核销处置以后，第三季度资产质量就已经实现轻装上阵；拨备计提力度减少，开始对利润进行一定的反哺。现在高额的拨备将为未来业绩的长期释放打下坚实的基础。

图 5：常熟银行不良贷款余额和不良贷款率



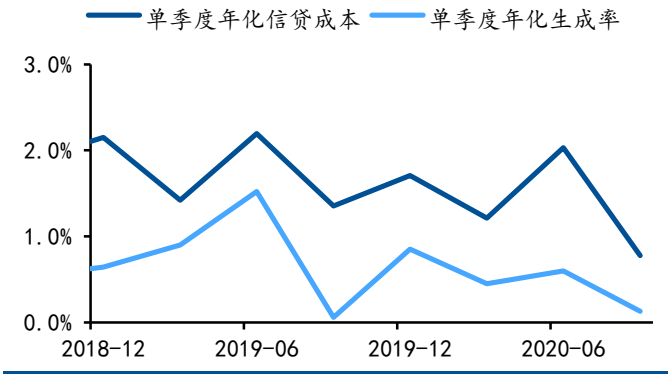
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：常熟银行关注率和逾期率



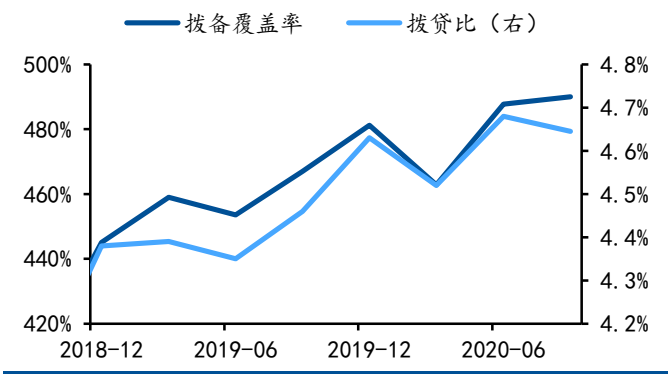
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：常熟银行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：常熟银行拨备覆盖率、拨贷比

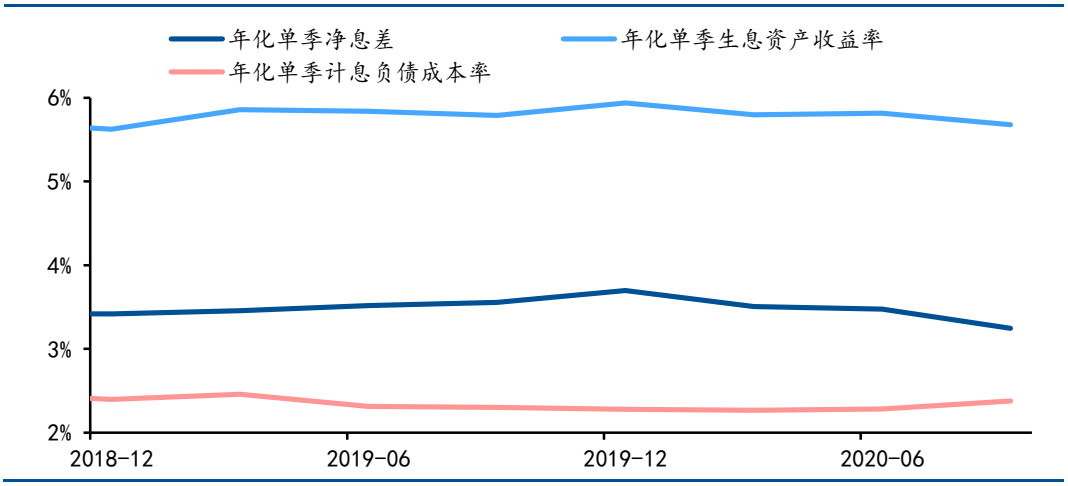


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、净息差阶段性下降，未来提升可期

净息差短期收窄，长期向好。营收增速较上半年下降的主要原因是净息差边际收窄。根据我们测算，第三季度单季净息差为 3.24%，环比下降 23bp。其中生息资产收益率下降 14bp，计息负债成本率上升 10bp。猜测生息资产收益率下降主要是受到宏观行业环境的影响。前三季度经济处于弱复苏阶段，普惠金融政策还在持续推进，所以中小微贷款定价偏低，阶段性地影响了资产收益率表现。在负债端，常熟银行的个人存款基础较好。今年对公存款增长乏力，居民消费意愿恢复较慢，导致个人存款量价齐增，因此提升了负债成本水平。

图 9：常熟银行年化单季净息差阶段性下降



资料来源：WIND，民生证券研究院

但是展望未来，两者都已经出现了拐点的迹象。随着货币政策回归常态化，从年中开始 10 年期国债收益率实现了 V 型反弹，利率从债券市场到贷款市场的传导存在约 3-6 个月的时滞。常熟银行短久期的贷款结构将受益于明年上半年的贷款定价和需求的提升。在负债端，居民消费能力逐步改善，理财收益率持续下行，个人存款成本率将打开下行空间。所以现在息差收窄主要是受到疫情阶段性的影响，未来息差的修复值得期待。

图 10：十年期国债收益率实现反弹

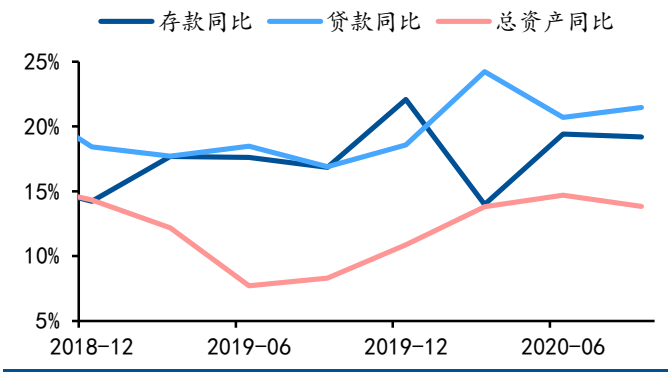


资料来源：WIND，民生证券研究院

4、资本充裕为业务发展留足后劲

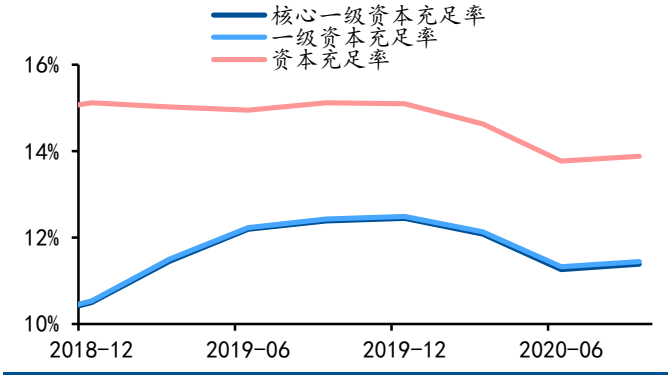
公司在零售小微业务的转型道路上继续保持较快的步伐。季末个人贷款同比增速上升到 33.11%，连续三个季度站在 30%以上。对公贷款增速控制在 10%以内，对公贷款（含贴现）同比增速降到 9.77%。通过灵活调整结构，公司保持着较为充裕的资本水平。季末核心一级资本率高达 11.38%，为未来杠杆提升留足空间。公司也适时调整了证券投资仓位。通过更多投资利率债和货基，降低有效所得税率，平滑了息差的阶段性波动。前三季度有效所得税率为 14.90%，较上半年持平，较去年同期大幅下降 4.14pct。

图 11：常熟银行存贷款、总资产同比增速



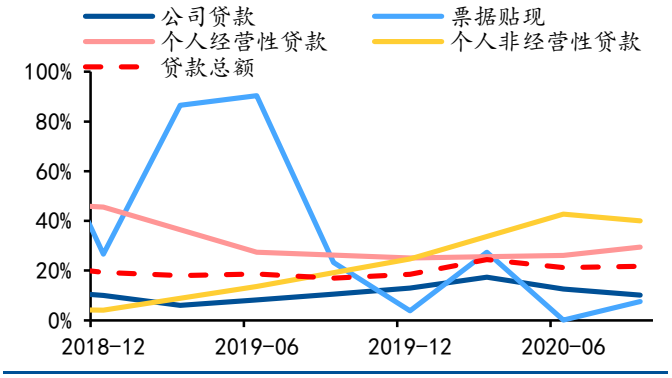
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：常熟银行各级资本充足率



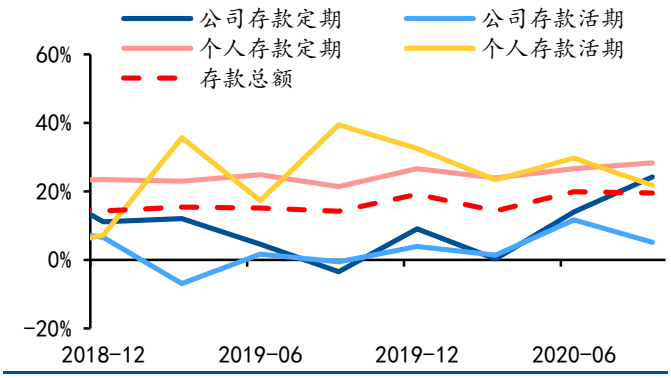
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：常熟银行各类型贷款同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：常熟银行各类存款同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 2：常熟银行贷款按金额分布情况

类别	2020/9/30			2019/12/31		
	金额	占比	户数（户）	金额	占比	户数（户）
100 万（含）以下	51,759	39.55%	332,194	43,874	39.91%	263,850
100 万-1000 万（含）	39,397	30.10%	16,862	29,344	26.69%	12,594
1000 万-5000 万（含）	24,818	18.97%	1,093	22,594	20.55%	967
5000 万以上	14,886	11.38%	168	14,132	12.85%	152
贷款总额	130,860	100.00%	350,317	109,944	100.00%	277,563

资料来源：WIND，民生证券研究院

表 3：常熟银行贷款按性质分布情况

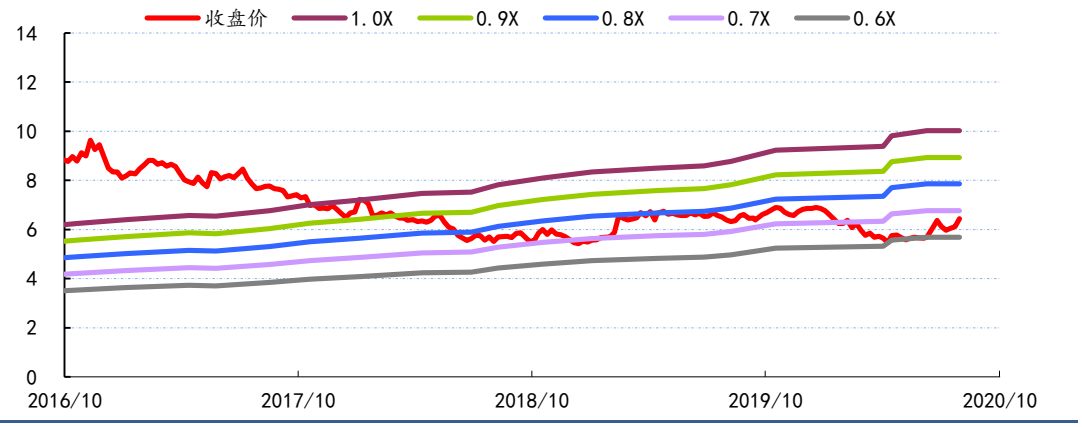
	2020/9/30					
	公司贷款		个人贷款		其中：个人经营性贷款	
	金额	户数（户）	金额	户数（户）	金额	户数（户）
母公司	55,463	6,423	53,673	240,135	31,710	83,235
子公司	1,846	597	19,878	103,162	14,916	67,207
合计	**57,309**	**7,020**	**73,551**	**343,297**	**46,626**	**150,442**

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、看好长期利润释放趋势，维持“推荐”评级

公司基本面优秀，风险抵御能力突出。阶段性偏低的利润增速并不影响长期的利润释放趋势。明年上半年随着货币和财政政策逐步恢复常态化，公司的业绩提升将更为显著。因为今年跟随行业集体计提拨备消化不良贷款，所以我们调低利润增速预测。我们预计 2020-2022 年的归母净利润增速为 1.59%、9.71%、16.16%。2020、2021 年 BVPS 分别为 6.58 元和 7.04 元，对应 PB 为 1.24 和 1.16 倍，维持“推荐”评级。

图 15：常熟银行 PB-Band



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 4：常熟银行十大股东明细

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	交通银行股份有限公司	不变	246,896,692	9.01
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	91,760,939	3.35
3	全国社保基金一一零组合	增加	87,807,848	3.20
4	常熟市发展投资有限公司	不变	84,431,888	3.08
5	江苏江南商贸集团有限责任公司	不变	76,695,845	2.80
6	基本养老保险基金一零零一组合	减少	44,000,000	1.61
7	江苏白雪电器股份有限公司	减少	37,146,536	1.36
8	中国银行股份有限公司-大成优选混合型证券投资基金(LOF)	增加	34,432,903	1.26
9	国泰君安证券资管-建设银行-国泰君安君得鑫两年持有期混合型集合资产管理计划	新进	30,000,000	1.09
10	江苏灵丰纺织集团有限公司	新进	26,511,753	0.97
合计			**759,684,404**	**27.73**

资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

资产质量波动；利率中枢下降；经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	184,839	208,417	237,109	272,154
贷款净额	105,216	120,916	140,180	163,894
债券投资	54,679	61,483	70,090	80,604
总负债	166,940	189,035	215,931	248,720
存款余额	138,079	156,404	178,729	205,966
同业负债	15,582	14,960	17,096	19,701
股东权益	17,899	19,382	21,178	23,434
盈利能力				
ROAA	1.02%	0.92%	0.89%	0.91%
ROAE	12.24%	10.38%	10.66%	11.53%
生息资产收益率	5.45%	5.45%	5.50%	5.60%
计息负债成本率	2.34%	2.58%	2.52%	2.62%
净息差（NIM）	3.31%	3.10%	3.20%	3.20%
成本收入比	39%	39%	39%	39%
成长能力				
贷款	18.6%	14.9%	15.9%	16.9%
存款	22.1%	13.3%	14.3%	15.2%
净利息收入	11.6%	5.2%	17.2%	14.5%
中间业务收入	-11.8%	-15.0%	10.0%	15.0%
营业费用	15.8%	4.3%	16.7%	14.6%
净利润	20.1%	1.6%	9.7%	16.2%
营业收入结构				
利息占比	88.3%	89.1%	89.4%	89.4%
手续费收入占比	5.0%	4.1%	3.9%	3.9%
业务费用占比	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
计提拨备占比	25.8%	27.2%	29.3%	28.8%

主要财务指标（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	5,690	5,988	7,017	8,037
手续费净收入	324	275	303	348
营业费用	2,507	2,614	3,052	3,497
拨备前利润	3,934	4,101	4,788	5,487
计提减值准备	1,660	1,831	2,297	2,593
所得税	374	341	374	434
净利润	1,785	1,814	1,990	2,311
资本管理				
核心资本	17,250	18,027	19,292	20,810
资本净额	20,948	22,112	23,941	26,145
风险加权资产	138,688	156,378	177,906	204,201
风险加权资产比重	75%	75%	75%	75%
核心一级资本充足率	12.4%	11.5%	10.8%	10.2%
一级资本充足率	12.5%	11.5%	10.8%	10.2%
资本充足率	15.1%	14.1%	13.5%	12.8%
资产质量				
贷款减值准备	4,728	5,575	6,692	7,892
不良贷款额	1,010	1,161	1,346	1,573
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
拨备覆盖率	468%	480%	497%	502%
拨贷比	4.49%	4.61%	4.77%	4.82%
信用成本	1.87%	1.74%	1.90%	1.85%
估值分析				
PB	1.32	1.24	1.16	1.07
PE	12.48	12.29	11.20	9.64
EPS	0.65	0.66	0.73	0.84
BVPS	6.18	6.58	7.04	7.59
每股股利	0.26	0.26	0.29	0.34
股息收益率	3.2%	3.2%	3.6%	4.1%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：常熟银行营收、PPOP 及业绩同比增速 3
图 2：常熟银行业绩累计同比增速与行业平均水平 3
图 3：常熟银行累计年化加权 ROE 和 ROA 3
图 4：常熟银行利息净收入和中收同比增速 3
图 5：常熟银行不良贷款余额和不良贷款率 4
图 6：常熟银行关注率和逾期率 4
图 7：常熟银行信贷成本、不良贷款生成率 4
图 8：常熟银行拨备覆盖率、拨贷比 4
图 9：常熟银行年化单季净息差阶段性下降 5
图 10：十年期国债收益率实现反弹 5
图 11：常熟银行存贷款、总资产同比增速 6
图 12：常熟银行各级资本充足率 6
图 13：常熟银行各类型贷款同比增速 6
图 14：常熟银行各类存款同比增速 6
图 15：常熟银行 PB-Band 7

表格目录

表 1：常熟银行归母净利润同比增长的归因分析 3
表 2：常熟银行贷款按金额分布情况 6
表 3：常熟银行贷款按性质分布情况 6
表 4：常熟银行十大股东明细 7
公司财务报表数据预测汇总 8

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。